

- удосконалення механізмів обігу цінних паперів та операцій емітентів і інвесторів з акціями на фондовому ринку;
- контроль за прозорістю та відкритістю діяльності всіх суб'єктів фондового ринку;
- забезпечення рівних можливостей для доступу емітентів, інвесторів та посередників на фондовий ринок, створення умов для розвитку добросовісної конкуренції на ринку;
- удосконалення системи розкриття інформації на ринку цінних паперів, забезпечення всіх суб'єктів рівними можливостями для доступу до фінансових ринків та інформації;
- запобігання монополізації на ринку та створення умов для розвитку добросовісної конкуренції;
- розвиток інвестиційної інфраструктури;
- сприяння інтеграції національної економіки в європейський та світовий ринки тощо.

Список літератури

1. Про акціонерні товариства [Електронний ресурс] : Закон України : [від 17.09.08 р. № 514-VI]. – Режим доступу : <<http://www.zakon.rada.gov.ua>>.
2. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] : Закон України : [від 23.02.2006 № 3480-IV].– Режим доступу : <<http://zakon.rada.gov.ua>>.
3. Звіт НКЦПФР за 2011 рік: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <<http://www.ssmc.gov.ua>>.

Отримано 01.02.2013. ХДУХТ, Харків.

© О.П. Близнюк, Т.О. Сідорова, В.А. Зубов, 2013.

УДК 658.14

О.П. Близнюк, канд. екон. наук

С.С. Конончук, магістрант

ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО ФОРМУВАННЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Досліджено теоретичні підходи до формування оптимальної структури капіталу підприємств із метою підвищення рентабельності активів та ефективності їх використання, мінімізації вартості залученого капіталу та зниження рівня фінансового ризику.

Исследованы теоретические подходы к формированию оптимальной структуры капитала предприятий с целью повышения рентабельности

активов и эффективности их использования, минимизации стоимости вовлеченного капитала и снижения уровня финансового риска.

Theoretical approaches to formation of optimum structure of the capital of the enterprises for the purpose of increase of profitability of actives and efficiency of their use, minimisation of cost of the involved capital and decrease in level of financial risk are investigated.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Питання оптимізації структури капіталу підприємств із метою мінімізації його середньозваженої вартості, максимізації рентабельності активів і власного капіталу, підвищення ринкової вартості підприємств та ефективності їх фінансово-господарської діяльності залишаються актуальними і вимагають подальшого дослідження.

Концепція ціни капіталу являє собою одну з ключових у теорії капіталу та механізмі управління структурою капіталу підприємства. Вартість капіталу використовується як вимірювач дохідності поточної діяльності підприємства, базовий критерій ефективності фінансових інвестицій, вимірювання рівня ринкової ціни підприємства. Маючи можливість залучати фінансові ресурси з різних джерел, підприємства намагаються оптимізувати структуру капіталу таким чином, щоб зменшити його середньозважену ціну, яка є середньою платою компанії за всі джерела фінансування та визначає необхідну норму прибутку фінансово-господарської діяльності підприємства загалом.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичні та методичні аспекти оптимізації структури капіталу підприємств з метою мінімізації його вартості, максимізації рентабельності та ринкової вартості корпорацій досліджували у своїх працях зарубіжні та вітчизняні вчені-економісти: Ф. Модільяні, М. Міллер, С. Майєрс, Н. Майлуф, Ю. Брігхем, Л. Гапенський, Р. Брейлі, Г. Марковиць, У. Шарп, Дж. Тобін, С. Росс, І.А. Бланк, М.В. Грідчина, В.В. Бочгаров, В.В. Ковальов, Є.С. Стоянова та ін.

Мета та завдання статті. Метою статті є визначення теоретичних і методичних підходів до оптимізації структури капіталу підприємств на основі різних критеріїв: мінімізації середньозваженої вартості, зниження рівня фінансового ризику, максимізації рентабельності активів і власного капіталу, підвищення ефективності формування та використання фінансових ресурсів підприємств у цілому.

Виклад основного матеріалу дослідження. Під структурою капіталу підприємства мають на увазі співвідношення між власним і позиковим капіталом. Власний і позиковий капітал мають певну відмінність, яка впливає з різних рівнів їх дохідності та ризику для

власників цього капіталу. Оцінка та порівняння вартості різних елементів капіталу дають можливість сформувати оптимальну структуру капіталу.

Різні теорії щодо формування структури капіталу підприємств досліджувалися одночасно з теоріями ринкової вартості та середньозваженої вартості капіталу підприємств. Цей зв'язок базується на таких залежностях: мінімізація середньозваженої вартості капіталу сприяє максимальній ринковій вартості підприємства та одночасно оптимізації структури капіталу (рис.).

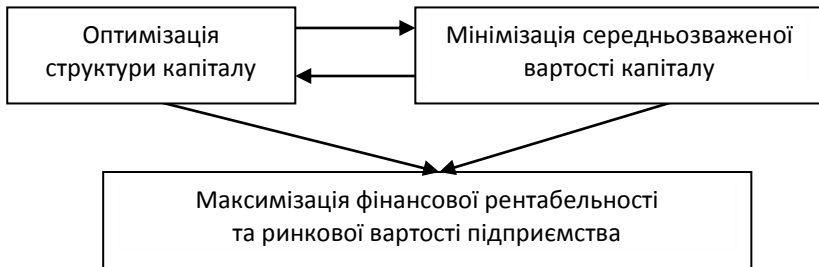


Рисунок – Механізм оптимізації структури капіталу підприємства

Підприємства намагаються оптимізувати структуру капіталу таким чином, щоб зменшити середньозважену ціну капіталу WACC (Weighted Average Cost of Capital), яка означає середню платню (y %) за всі джерела фінансування та визначає необхідну норму прибутку їх фінансово-господарської діяльності.

Управління структурою капіталу представлено в економічній літературі різними теоріями та різними точками зору.

Суть традиційного підходу полягає в тому, що вартість капіталу підприємства залежить від його структури. Визначається оптимальна структура капіталу, що мінімізує значення середньозваженої вартості капіталу й одночасно максимізує фінансову рентабельність і ринкову вартість підприємства.

Нобелівські лауреати Ф. Модільяні та М. Міллер у 1958 р. уточнили та модифікували традиційний підхід. Вони розглядали вплив структури капіталу на ринкову вартість підприємства за умови відсутності податків, а також із урахуванням податків і їх впливу на прибуток. В основу своєї теорії (що в економічній літературі називається теорія «ММ») вони поклали твердження, що структура капіталу корпорації не впливає на її вартість. На їхню думку, ринкова вартість корпорації визначається виключно її чистим грошовим потоком, який залежить від

інвестицій. Виходячи з цього, ринкова вартість корпорації не залежить від структури капіталу, а визначається капіталізацією очікуваних грошових потоків з урахуванням ризику [1].

Другий підхід Модільяні-Міллера (1963 р.) з урахуванням сплати податків зводиться до того, що ринкова вартість підприємства, яке використовує фінансовий важіль, значно вища. Це пояснюється тим, що сплата відсотків за залучений капітал пов'язана з витратами, які передбачають податкові пільги. З урахуванням податкових пільг вартість залученого капіталу буде нижчою. І чим більша частка залученого капіталу в капіталі підприємства, тим середньозважена вартість капіталу буде нижчою. Отже, з урахуванням податку на прибуток фінансовий важіль впливатиме на зниження вартості капіталу підприємства і підвищення його ринкової ціни [2].

Теорії «ММ» стали відправним пунктом пошуку оптимальних рішень в управлінні структурою капіталу корпорацій, визначенні його ринкової вартості.

Сутність компромісного підходу зводиться до того, що підприємство визначає структуру капіталу в такий спосіб, щоб гранична вартість капіталу і граничний ефект від фінансового важеля були рівними.

Сигнальний підхід означає, що менеджери підприємств, будучи монополістами на інформацію про майбутні грошові потоки на підприємстві, через прийняття фінансових рішень немовби подають сигнали ринку про перспективи розвитку компанії. До таких сигнальних моделей належить модель С. Росса (1977 р.), яка передбачає, що менеджер має можливість прийняттям своїх фінансових рішень впливати на дії інвесторів і отримує винагороду за результатами своєї роботи як певну частку від ринкової вартості підприємства [3].

Сигнальна модель Майерса-Майлуфа (1984 р.) полягає в тому, що менеджер приймає рішення, виходячи з інтересів акціонерів. Модель свідчить, що, коли інвестори на фінансовому ринку мають недостовірну інформацію про вартість компанії, тоді фінансування деяких інвестиційних проєктів за допомогою емісії акцій буде не вигідним для акціонерів цього товариства. Модель пояснює, чому оголошення про додаткову емісію акцій веде до зниження ціни акцій на фондовому ринку [4].

Існують також інші моделі: модель Міллера і Рока (1985 р.), модель Рока (1986 р.), модель Уелша (1989 р.) [8].

Незалежно від засадничих положень різних теорій структури капіталу, кожне підприємство в практичній фінансовій діяльності прагне досягти оптимального співвідношення між джерелами фінансування, оскільки структура капіталу впливає на його ціну. Можна зробити висновок, що оптимальною структурою капіталу вважається таке

співвідношення між власним і позиковим капіталом, яке забезпечує оптимальне поєднання ризику і дохідності для підприємства, максимізує його ринкову вартість, сприяє високому рівню платоспроможності та фінансової стійкості підприємства.

Для визначення оптимальної структури фінансових ресурсів підприємства важливе значення мають два основних показники: коефіцієнт фінансової незалежності, який характеризує частку власного капіталу в загальній сумі капіталу, авансованого в діяльність та коефіцієнт фінансового левериджу, який характеризує залежність підприємства від позикового капіталу і визначається відношенням суми позикового капіталу до власного. Коефіцієнт фінансового левериджу ще називають коефіцієнтом фінансового ризику або плечем фінансового важеля.

Фінансовий леверидж (важіль) – показник, пов’язаний із управлінням структурою капіталу підприємства, із визначенням обсягів позикового капіталу. Підвищення рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позикового капіталу називається ефектом фінансового левериджу (ЕФЛ).

Для того, щоб кількісно визначити, на скільки відсотків підвищиться рентабельність власного капіталу підприємства (акціонерного товариства) за рахунок залучення позикового капіталу, використовують модель ефекту фінансового левериджу за такою формулою [7-8]:

$$EFL = (1 - CmmPn) \times (P_A - r) \times \frac{PK}{BK}, \quad (1)$$

де $CmPnr$ – ставка податку на прибуток (виражена десятковим дробом);

P_A – валова рентабельність активів, %;

r – середній розмір відсоткової ставки за користування позиковим капіталом, %;

$\frac{PK}{BK}$ – плече фінансового важеля (позиковий капітал/власний капітал).

Позитивний ефект фінансового важеля виникає в тому разі, якщо $(1 - CmmPn) \times (P_A - r) > 0$. У цьому випадку різниця між економічною рентабельністю активів та ставкою відсотків за кредит вказує на доцільність збільшення плеча фінансового важеля, тобто частки позикового капіталу, оскільки це призводить до підвищення рентабельності власного капіталу.

Якщо $(1 - CmmPn) \times (P_A - r) < 0$, то створюється від’ємний ефект фінансового важеля, у результаті чого відбувається «проїдання»

власного капіталу, що може стати причиною банкрутства підприємства.

Плече фінансового важеля (ПК/ВК) визначає фінансовий ризик, пов'язаний зі структурою капіталу. Отже, за недостатньо високої рентабельності капіталу компанія, що має більшу частку позикового капіталу, швидше втрачає платоспроможність, оскільки виникає від'ємний ефект фінансового левериджу.

Отже, якщо диференціал фінансового левериджу буде мати позитивне значення, то будь-яке збільшення коефіцієнта фінансового левериджу буде призводити до зростання його ефекту, тобто зростання рентабельності власного капіталу.

Слід відзначити, що механізм формування оптимальної структури капіталу, підвищення рентабельності власного капіталу внаслідок ефекту фінансового левериджу визначаються для кожного підприємства індивідуально, з урахуванням низки об'єктивних та суб'єктивних чинників.

Залучення певного джерела фінансування пов'язане для підприємства з певними витратами. Загальну суму коштів, яку необхідно сплатити за використання певного обсягу фінансових ресурсів, називають ціною капіталу; її величина, або вартість капіталу, певною мірою визначається наявними у підприємства можливостями вибору джерел фінансування. У широкому розумінні вартість капіталу являє собою розмір фінансової відповідальності, яку бере на себе підприємство за умов використання у своїй діяльності власного і позикового капіталу. У такій інтерпретації поняття «ціна (вартість) капіталу» подібне за економічним змістом поняттю «рентабельність капіталу», тому є одним із основних у теорії капіталу.

Оцінка вартості капіталу підприємства дуже корисна для порівняльного аналізу ефективності авансування коштів у його діяльність, а також для здійснення його власної інвестиційної політики. Така оцінка поступово здійснюється в кілька етапів: 1) оцінка вартості власного капіталу; 2) оцінка вартості позикового капіталу; 3) оцінка середньозваженої ціни капіталу.

Проблема визначення вартості власного капіталу підприємств є складною. Невипадково в економічній літературі, що досліджує цю проблему, розглядаються різні підходи до визначення ціни власного капіталу. Серед них можна виділити такі: на основі дивідендів; на основі доходів; на основі визначення ціни капітальних активів (МОКА або CAPM – від англ. Capital Asset Pricing Model) [5-6].

Перший підхід полягає в тому, що вартість власного капіталу визначається поточною вартістю дивідендів, які акціонери отримують або очікують отримати від підприємства. Такий підхід має також і

суттєвий недолік, пов'язаний із тим, що в разі його використання не враховується капіталізована частина прибутку, тобто частина чистого прибутку, що залишається на підприємстві (реінвестується).

Другий підхід – дохідний, який передбачає включення в розрахунок ціни власного капіталу повного розміру прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства. Варіантом спрощеного розрахунку ціни власного капіталу в межах цього підходу є визначення рентабельності власного капіталу підприємства.

Третій підхід передбачає встановлення нормальної ринкової дохідності акцій, скоригованої залежно від ступеня ризику. Для використання цього підходу необхідна інформація про оцінку рівня дохідності вільних від ризику цінних паперів, оцінку рівня дохідності цінних паперів, середніх за ступенем ризику, характеристику величини ризику.

У наукових працях нобелівських лауреатів Г. Марковиця, У. Шарпа, Дж. Тобіна (1952, 1964, 1981) набули розвитку «портфельна теорія» та «модель оцінки вартості капітальних активів» (МОКА, від англ. CAPM), у яких досліджувалось співвідношення між дохідністю та ризиком для кожного активу в умовах рівноважного ринку. Ступінь ризику визначався як амплітуда коливань доходів за різними цінними паперами [5-6].

В 1976 р. американський економіст С. Росс запропонував теорію арбітражного ціноутворення – АРТ (The Arbitrage Pricing Theory) як альтернативну версію моделі оцінки капітальних активів МОКА (CAPM) [3].

На противагу моделі CAPM, у якій розглядається один вид систематичного ризику (ринковий ризик), теорія АРТ визначає декілька джерел систематичного ризику в економіці, які неможливо усунути диверсифікацією (розмір інфляції, обсяг виробництва, відсоткові ставки, зміна цін на енергоносії та ін.).

Залучення позикового капіталу для підприємства – один зі способів розширення його діяльності. При цьому окремі види позикових коштів для підприємства мають різну вартість. Однак, незважаючи на велику кількість видів заборгованості, загальним підходом до визначення вартості позикового капіталу може бути такий: ціна позикового капіталу визначається відношенням витрат, пов'язаних із залученням фінансових ресурсів, до величини капіталу, що залучається.

Визначивши вартість окремих джерел фінансування – власного і позикового, розраховують середню вартість капіталу, яка може бути визначена як середньозважена величина вартості всіх категорій капіталу. Ураховуючи, що ступінь участі різних вкладників капіталу у фінансуванні діяльності є нерівноцінною, вартість окремих видів фінансування зважується, виходячи з частки даного джерела в загальному обсязі фінансування. Середньозважену вартість капіталу (СЗВК або WACC) визначають за такою формулою [7-8]:

$$СЗВК = \sum_{i=1}^n B_i \times C_i , \quad (2)$$

де $СЗВК$ – середньозважена вартість капіталу, %;

B_i – вартість конкретного (i -го) джерела фінансування капіталу, %;

C_i – частка конкретного (i -го) джерела фінансування в загальній сумі капіталу, %;

n – кількість джерел коштів.

Середньозважена ціна капіталу може бути використана в інвестиційному аналізі як дисконтна ставка для дисконтування грошових потоків під час обчислення чистої теперішньої вартості проекту, для порівняння із внутрішньою ставкою рентабельності проектів.

Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації фінансових ризиків полягає також у виборі джерел фінансування різних частин активів підприємства. При цьому існують три підходи до фінансування різних груп активів підприємства (агресивний, помірний, консервативний).

Висновки. Підсумовуючи основні аспекти формування структури капіталу підприємств, можна зробити наступні висновки. Головною умовою формування фінансових ресурсів підприємств за рахунок позикових коштів є залучення капіталу за найменшою вартістю та мінімально допустимим ризиком із метою досягнення максимального прибутку. Основа цього процесу – оптимізація структури капіталу, яку проводять за багатьма критеріями для забезпечення фінансової рівноваги підприємства за високої рентабельності капіталу.

Серед таких критеріїв формування оптимальної структури капіталу підприємства можна виділити такі:

- урахування вартості різних частин капіталу (власного, позикового), що впливають на норму валового та чистого прибутку підприємства;
- використання ефекту фінансового левериджу, тобто ефективності залучення позикового капіталу з погляду його впливу на рентабельність власного капіталу через податкову економію та перевищення валової рентабельності активів над сплатою відсотків за позиковий капітал;
- оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації вартості власного капіталу, вартості позикового капіталу та середньозваженої вартості загального капіталу;
- досягнення оптимального (мінімального) рівня фінансового ризику;
- використання основних правил фінансування: «вертикального, яке вимагає, щоб співвідношення між основним та оборотним капіталом підприємства було б приблизно 1:1, між власним та позиковим капіталом теж 1:1; «горизонтальне правило» потребує, щоб основний капітал підприємства фінансувався за рахунок його власного капіталу, а оборотний капітал – за рахунок позикового капіталу;
- підвищення «граничної ефективності» загального та власного капіталу;
- забезпечення визначеного запасу фінансової міцності підприємства;
- забезпечення певного рівня ліквідності, платоспроможності, кредитоспроможності, фінансової стійкості, ділової активності підприємства тощо;
- урахування виду економічної діяльності підприємства.

Список літератури

1. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. H. Miller // Amer. Econ. Rev. – 1958. – June. – P. 261–297.
2. Modigliani F. Taxes and the Cost of Capital: A Correction / F. Modigliani, M. H. Miller // Ibid. – 1963. – June. – P. 433– 443.
3. Основы корпоративных финансов : [пер. с англ.] / Росс Стивен [и др.] – М. : Лаборатория Базовых Знаний, 2000. – 720 с.
4. Myers S. C. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have / S. C. Myers, N. S. Majluf // Journal of Financial Economics. – 1984. – Vol. 13. – P. 187–221.
5. Markowitz H. Portfolio Selection / H. Markowitz // Journal of Finance. – 1952. – 7 March.

6. Sharpe W. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk / W. Sharpe // Journal of Finance. – 1964. – 19 September.

7. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента / И. А. Бланк. – Т. 1, 2. – К. : Ника-Центр, 1999. – 527 с.

8. Фінансовий менеджмент : підручник / [кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін]. – К. : КНЕУ, 2005. – 535 с.

Отримано 01.02.2013. ХДУХТ, Харків.

© О.П. Близнюк, С.С. Конончук, 2013.

УДК 336.764.1:658.87

І.Ю. Мелушова, канд. екон. наук, доц.

О.Д. Тімченко, ст. викл.

О.В. Михайлова, ст. викл.

ДИНАМІКА ТА СКЛАД ОБОРОТНИХ АКТИВІВ НА ПІДПРИЄМСТВАХ РОЗДРІБНОЇ ТОРГІВЛІ

Досліджено динаміку та склад оборотних активів підприємств роздрібної торгівлі продовольчими товарами міста Харкова, визначено джерела їх фінансування.

Исследованы динамика и состав оборотных активов предприятий розничной торговли продовольственными товарами города Харькова, определены источники их финансирования.

The dynamics and current assets of retail food stuff trade in Kharkov were researched, the sources of their funding were determined in the article.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Запорукою стабільного розвитку підприємств є фінансова стійкість, за якої, раціонально керуючи фінансовими ресурсами, апарат управління підприємства здатний забезпечити безперебійний і стабільний процес реалізації продукції та надання послуг. Значна частина цих фінансових ресурсів спрямовується на формування оборотних активів. Від того, наскільки обґрунтований їх розмір і склад з урахуванням особливостей функціонування підприємства, залежить ефективність його діяльності.

Діяльність торговельних підприємств охоплює широкий спектр питань організаційного, економічного та фінансового характеру, якість вирішення яких багато в чому визначається станом оборотних активів. Їх наявність, достатність, ступінь завантаження в обороті,